

## Topics

- ▶ 米長期金利には上昇圧力がみられています。一方日本の長期金利も連れ高しているものの、日銀の金融緩和の長期化観測が広がる中、許容変動幅の上限0.5%を下回っています。
- ▶ 国内物価情勢などを鑑みるとYCCの修正観測は根強く、金利上昇圧力が今後強まるとみられます。
- ▶ YCCが修正・撤廃された場合でも、ストック効果や、米長期金利が4%を大きく超えて上昇する展開は想定しづらいことなどから、日本の長期金利の上昇は限定的となると考えられます。国内投資家の円債回帰の可能性も相場の支えとして期待されます。

ストラテジスト 服部 純朋

## 米長期金利に上昇圧力。日本長期金利は日銀の金融緩和の長期化観測が支えか

米長期金利（10年国債利回り）は3月の米銀破綻後に低下して以降、狭いレンジで推移していましたが、5月中旬に、FRB（米連邦準備理事会）の金融引き締め長期化観測などから上昇圧力が強まりました。以降、米債務上限問題を巡る懸念の後退や、FRB高官の追加利上げに慎重な発言から上昇幅が縮小する場面がみられたものの、雇用者数の伸び上振れや金融引き締め長期化観測などから金利に上昇圧力がかかりました。

日本の長期金利は、4月の日銀金融政策決定会合以降、日銀の金融緩和が長期化すると見方が広がり、5月中旬に金利は0.4%割れまで一時低下しました。足元にかけては、米長期金利の上昇につれる動きなどから低下幅は縮小しています。ただし金利水準自体は、日銀の許容変動幅の上限0.5%を下回っています（図表1）。

## 日本国債の変動率は落ち着いているが

日本国債の予想変動率を表す指数（S&P/JPX日本国債VIX指数）は、4月の日銀金融政策決定会合を前に、日銀が植田新体制下で金融政策を早期に正常化すると警戒が強まり大きく上昇しました。しかし同会合で日銀は金融政策の現状維持を決め、賃金上昇を伴う形で2%の物価目標を持続的・安定的に実現する方針を表明、今後も粘り強く金融緩和を継続する姿勢を示しました。早期の政策修正観測は後退し、変動率は低下しました（図表2）。

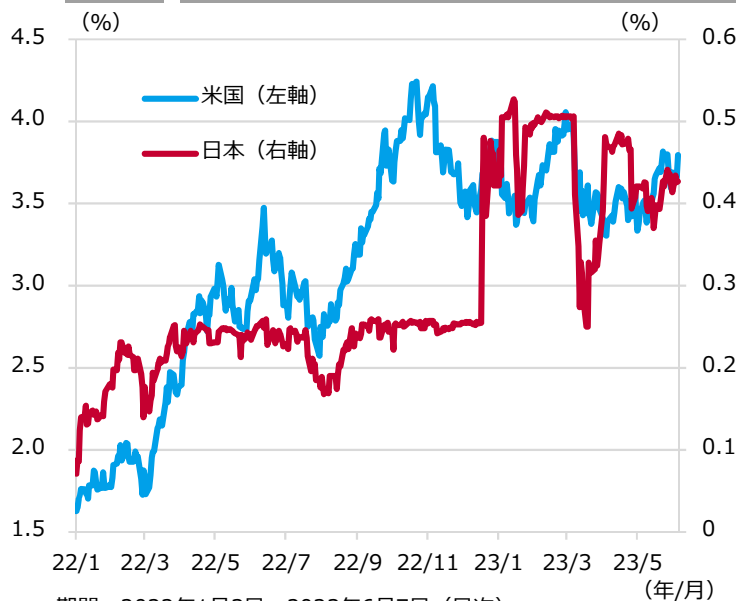
もっとも足元の国内物価に目を転じると、食料品を中心に上昇基調にあります。4月の消費者物価（生鮮食品・エネルギー除く総合）は前年比+4.1%と、伸び率が3月の+3.8%から拡大し、歴史的な高水準に達しました。輸入コスト上昇の転嫁が続いています。日銀は今後の国内物価について、価格転嫁の影響の減衰を見込みプラス幅の縮小を見込んでいます。しかし足元の物価動向を踏まえれば、7月の展望レポートでは2023年度の物価見通しが上方修正される可能性は高いとみられ、金融政策の正常化観測が再び強まる可能性があります。また4月の決定会合では、政策金利の先行き指針に関し、3月まであった利下げ含みの文言が削除されており、政策の柔軟性を確保したとの見方もあります。足元では変動率は落ち着いていますが、今後の動きが注視されます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

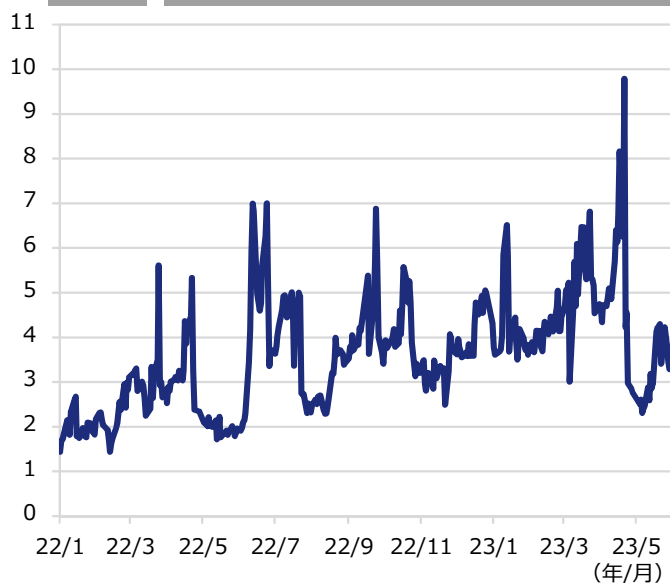
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 日米長期金利（10年国債利回り）



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日本国債VIX指数



期間：2022年1月5日～2023年6月7日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 債券市場の機能度は改善もYCCの修正観測はくすぶる

日銀の長短金利操作（イールドカーブコントロール、YCC）の副作用と指摘される市場機能の低下を巡っては、直近5月調査分の債券市場サーベイによれば、機能度判断DI「現状」は▲46となりました。過去最低を記録した前回調査（2月：▲64）から+18ポイントの大幅改善となりました。昨年12月に日銀が金融緩和の持続性を高めるために長期金利の許容変動幅の拡大を決めた直前の調査（22年11月：▲51）との比較でも改善しました（図表3）。

今回の結果を受けて市場では、日銀が債券市場の機能改善を図るため更なるYCC修正に動く必要性は一旦低下した、との見方が強まると思われれます。もっとも個別判断項目をみると、取引相手数判断DI「現状」（「多い」－「少ない」）が前回比続落するなど、悪化が続いている項目もあります。また、機能度判断DI「現状」の水準自体は、昨年夏場に急落する前（22年5月調査：▲27）に比べて依然相当の距離があり、市場の機能低下が解消したとは言い難いと考えられます。植田総裁は、金融緩和を続けながらも、効果と副作用のバランスに変化があれば、YCCの修正はあり得るとしています。YCCは事前に修正を織り込ませるのが難しい政策です。かかる中、国内債券市場では、YCCの修正・撤廃を巡る思惑によって金利上昇圧力が強まるとみられます。

## YCC修正・撤廃時の金利上昇は限定的か

日米長期金利の関係性（米金利が日本金利に及ぼす影響度合い）は、YCC導入後に低下しましたが（図表4）、今後YCCが修正・撤廃された場合には、両者の関係性は高まると考えています。しかし、日銀の国債保有残量に伴う金利押し下げ効果（ストック効果）を鑑みると、YCC導入前に観察された水準に復する可能性は低いと思われれます。

また、米長期金利の更なる上昇余地が限られるのであれば、日本の長期金利の上昇は限定的となると考えられます。米長期金利を巡っては、FRBは6月のFOMCでは、これまでの利上げの影響などを見極めるため一時的に利上げを見送る可能性があるものの、インフレへの警戒から将来の利上げの選択肢も残しておく姿勢とみられます。米労働市場の需給が緩みつつあることを示唆する指標もみられる中、FRBの利上げは終盤にあるとみられることや、米景気悪化懸念などを考慮すれば、米長期金利が4%を大きく超えて上昇する展開は想定しづらいと考えます。

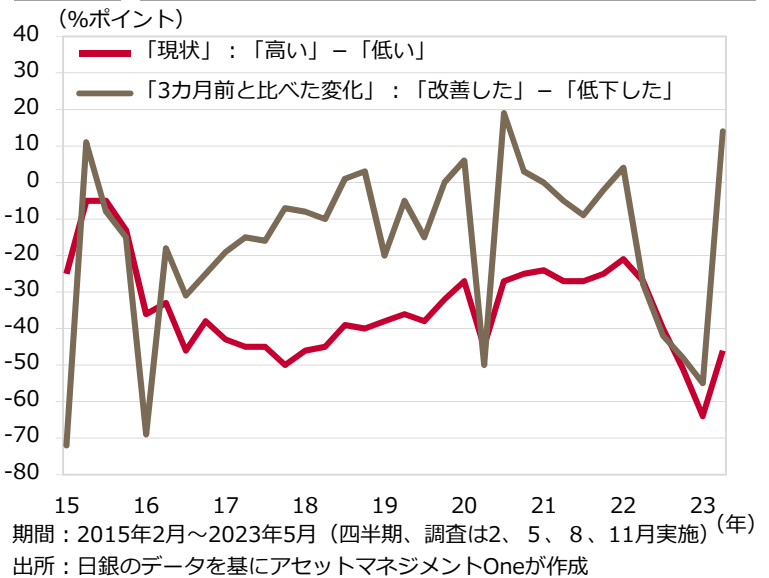
## 国内投資家の円債回帰の可能性も

また国内債券市場では、足元で良好な需給環境が指摘されています。昨年度は、日銀のYCCの修正や海外金利上昇を巡る不透明感が意識される中で、国内銀行の国債保有残高は前年比大きく減少しました。日銀のデータによれば、国内銀行の2022年度末の国債保有残高は83.6兆円と、前年比▲14.8兆円となっています。今年度の相応の買い余力がうかがえます。国内銀行などで資金調達原価（※調達金利や経費を含む資金調達コストを表す）との比較でみた日本10年国債への投資妙味（図表5）などから円債回帰の動きが広がる可能性が指摘されています。こうした動きは、YCCが修正・撤廃された場合における、日本の長期金利上昇を抑制する要因として考えられます。

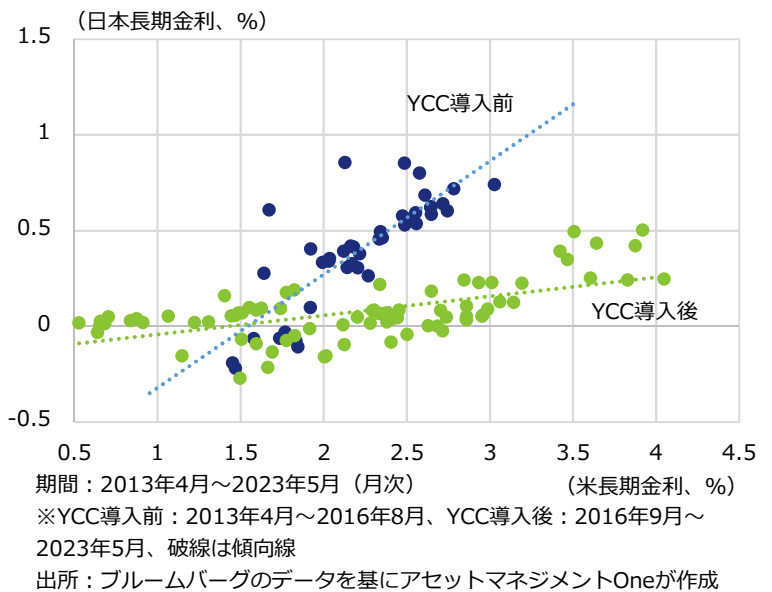
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 債券市場サーベイ 機能度判断DI



図表4 日米長期金利の関係性



図表5 国内銀行の資金調達原価と日本10年国債利回り



## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

【ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。】

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。